

Christian Berner Tech Trade

Sektor: Industrial Goods & Services

Koncernen levererar men teknikhandeln kan bättre

Nordisk teknikhandelskoncern på frammarsch

Christian Berner är en nordisk teknikhandelskoncern med fokus på konsultation. Sedan notering 2014 har aktien haft en stabil resa, mestadels drivet av marginalexpansion. Det riktiga lyftet kom under 2018 tack vare förvärvet av Zander & Ingeström, som utgjorde nästan hela resultatet rekordkvartalet Q4 2018. Senaste året är aktien upp 35 procent, vilket vi finner motiverat. Vi bedömer att det finns ytterligare lite uppsida då vi räknar med att marginalen återhämtar sig i det ursprungliga Christian Berner. Vårt Base case är 27,50 SEK, vilket ger en uppsida om cirka 10 procent.

Exponering mot flertalet tillväxtområden

Vi ser goda tillväxtförutsättningar för flertalet av Christian Berners produktgrupper så som elektriska pannor och produkter för spårbunden trafik och flervåningshus i trä. Gemensamt för dem är att de till stor del drivs av omställningen till ett mer miljövänligt samhälle.

Strikt tolkning av finansiella mål talar för betydande uppsida

Bolagets nuvarande finansiella mål släpptes innan förvärvet av Zander & Ingeström. Att bolaget nu nästintill når målet om 9 procent i EBITA-marginal beror på förvärvet som sedan mars 2018 haft en marginal över 20 procent. Ursprungliga Christian Berner hade en motsvarande marginal om 4,1 procent. Således finns det betydande lönsamhetspotential. I vårt Bull case räknar vi med att den "gamla" delen når 9 procent samtidigt som Zander & Ingeström håller en uthållig nivå på cirka 15 procent. Sammantaget resulterar det i en marginalnivå kring 11 procent och ett Bull case om 38 SEK, motsvarande en uppsida om 50 procent.

Fortsatt stor rabatt relativt peers

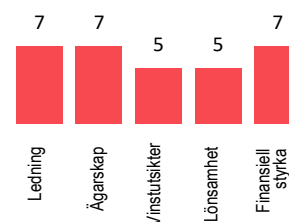
Christian Berner värderas till cirka 9x EBIT för 2019 och 2020 (konstant EV 2018 Q4) samt handlas fortsatt till rabatt – uppgående till cirka 35 procent relativt liknande bolag. Dessa bolag är dock betydligt större än Christian Berner och har i många fall en lång historik av frekventa förvärv. Om bolaget håller i sin förvärvstillväxt med bibehållen kvalitet, räknar vi med att rabatten kommer att sjunka ytterligare framöver.

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	450	618	697	671	698	726
EBITDA	25	55	65	64	68	71
EBIT	21	50	60	57	62	65
EPS (adj.)	0.9	1.9	2.5	2.3	2.6	2.7
EV/Sales	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.4	8.9	7.7	7.5	6.5	5.9
EV/EBIT	12.5	9.7	8.4	8.3	7.2	6.5
P/E	19.2	12.0	10.2	10.8	9.8	9.4

FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
17.0	27.5	38.0

REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	CBTT B
Lista	Small cap
Aktiekurs (SEK)	25.3
Börsvärde (MSEK)	475
Nettoskuld 19E (MSEK)	29
Free Float	52 %
Dagl oms. ('000)	650

ANALYTIKER

Fredrik Nilsson
 fredrik.nilsson@redeye.se
 Henrik Alveskog
 henrik.alveskog@redeye.se

Investment case

Gynnsam hybridaffärsmodell

Christian Berner har ett tydligt fokus på konsultation runt de produkter bolaget säljer och kan liknas vid en hybrid mellan en teknikkonsult och ett teknikhandelsbolag. En betydande andel av säljarna är ingenjörer och värdet Christian Berner tillför kund ligger främst i konsultationen. Exempelvis är det svårt att som leverantör addera något större värde till kunden genom att enbart sälja en ballastmatta. Om leverantören också kan beräkna och berätta för kunden vilken typ av matta som bör användas, är förutsättningarna att tillföra värde och därmed ta betalt bättre.

Vi ser också Christian Berners fokus på konsultation som en konkurrensfördel, då det lett till att bolaget byggt upp både goda relationer med leverantörer och stark intern kompetens. Två fördelar vi tror är svårt för nya aktörer att kopiera inom rimlig tid.

Tillväxtpotential inom flertalet områden

Christian Berner är verksam inom ett antal områden där vi bedömer tillväxtutsikterna som goda: Spårbunden trafik, flervåningshus i trä och elektriska pannor. Gemensamt för dessa är att efterfrågan till stor del drivs av omställningen till ett mer miljövänligt samhälle.

- Stora satsningar på spårbunden trafik väntar inom de kommande åren, framförallt i Sverige men också i övriga Norden. Utöver ballastmattor och bullerplank till spåren, ser vi potential för vibrationsdämpning av närliggande byggnader. Exempelvis har vissa spårprojekt en uttalad ambition att leda till ökat byggande, byggnader som åtminstone delvis torde hamna i bullerutsatta lägen.
- Även rörande flervåningshus i trä finns anledning att vara optimistisk om framtiden. 2016 byggdes cirka 10% av flervåningshusen i Sverige i trä, en andel som väntas öka kraftigt kommande år. Bland fördelarna finns bland annat lägre miljöpåverkan. Exempelvis är cirka 80-90% av alla flervåningshus i Nordamerika byggda i trä, vilket talar för stor potential på sikt.
- Genom dotterbolaget Zander & Ingeström har Christian Berner en ledande position inom elektriska pannor. Pannorna efterfrågas framförallt där variationerna i elpriset är stora, vilket de tenderar att bli av förnybar energi såsom vind- och vattenkraft. I takt med ett ökat miljöfokus världen över ser vi förutsättningar för god tillväxt. Nyligen har stora order vunnits i Kina och Vitryssland. Pannorna är därtill en egen produkt vilket i regel medför goda marginaler.

Förvärvat lyft, mer att hämta i ursprunglig verksamhet

Sedan notering i oktober 2014 har Christian Berner haft en blandad utveckling. Fram till 2018 var förvärven små och marginalökningarna otillräckliga för att vara i närheten av målsättningen – delvis på grund av kostnader för listbyte. Under 2018 har dock bolaget visat framfötterna genom förvärvet av Zander & Ingeström, som hittills varit mycket framgångsrikt. Detta har dock inte helt gått marknaden förbi, då aktien handlats upp med 25% senaste året.

Christian Berner, som värderas till cirka 9x EBIT för innevarande och kommande år, handlas dock fortsatt till rabatt – uppgående till cirka 35% relativt liknande bolag. Dessa bolag är dock betydligt större än Christian Berner och har i många fall en lång historik av frekventa förvärv. Kan bolaget även hitta rätt i sin ursprungliga verksamhet, vilket vi ser goda förutsättningar för tack vare bland annat en stark orderingång, finns mer att hämta. Vi ser fortsatt uppsida i bolaget om cirka 10%, då vårt Fair Value i Base Case är 27,50 SEK.

Katalysatorer

Ytterligare förvärv av betydande storlek

Sedan Christian Berner listades i oktober 2014 har bolaget genomfört ett antal mindre förvärv och i mars 2018 gjordes det betydligt större förvärvet av Zander & Ingeström. Om Christian Berner kan fortsätta vara aktiva med förvärv och addera åtminstone 5% i försäljning per år i genomsnitt – i linje med deras mål – ser vi potential för en förvärvspremie i bolagets värdering.

Marginallyft i "gamla" Christian Berner

Från att bolaget listades 2014 till 2017 har EBITA-marginalen legat kring 5-6%, vilket är klart under bolagets mål om 9%. Under 2018 tog bolaget ett rejält kliv uppåt med en EBITA-marginal om 8,4%. Ökningen kommer sig dock av en hög lönsamhet i det förvärvade Zander & Ingeström. Ser vi enbart till "gamla" Christian Berner blev EBITA-marginalen under 2018 blygsamma 4,1%. Orderingsgången inför 2019 är stark för hela verksamheten och kan de ursprungliga verksamheterna lyfta marginalen finns goda utsikter att nå marginalmålet.

Risker

Bred nedgång i nordisk konjunktur

En väsentlig andel av Christian Berners försäljning är beroende av investeringar i utökad produktionskapacitet. Exponeringen är visserligen spridd över flera olika branscher men trots det har bolaget viss känslighet för nordisk konjunktur. Exempelvis ledde krisen 2008 till tre efterföljande förlustår för bolaget och under 2009 föll nettoomsättningen med drygt 8%.

Ökad konkurrens från aktörer som ej levererar via Christian Berner

Om Christian Berners leverantörer plötsligt blir utkonkurrerade av sina konkurrenter skulle det sannolikt innebära bekymmer för bolaget. Detta då efterfrågan på Christian Berners produkter skulle minska. Bolaget jobbar dock i hög grad med teknikledarna inom respektive nisch, vilket vi menar minskar risken från konkurrerande produkter.

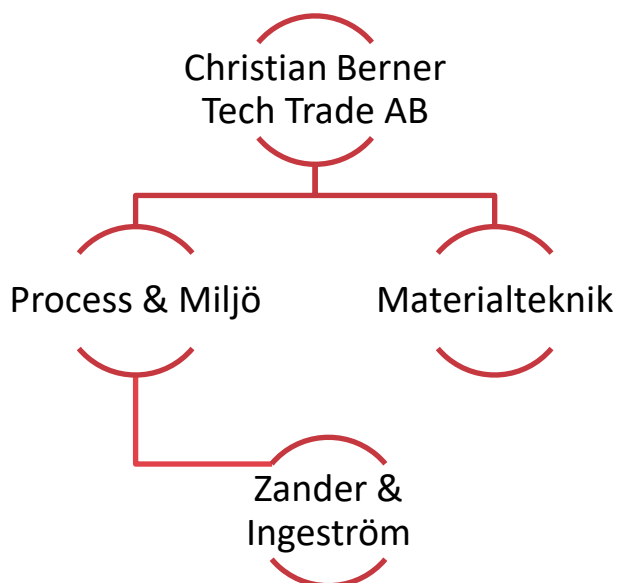
Förlust av nyckelleverantörer

Som handelsbolag är Christian Berner beroende av goda och nära relationer med sina leverantörer. Skulle en viktig leverantör välja att upprätta en egen försäljningsorganisation eller byta till ett annat handelsbolag, innebär det med hög sannolikhet förlorad försäljning för Christian Berner. Bolaget har dock cirka 150 leverantörer, varav den största står för 11% av försäljningen. Således bedömer vi att Christian Berner har goda förutsättningar att hantera sin leverantörsrisk.

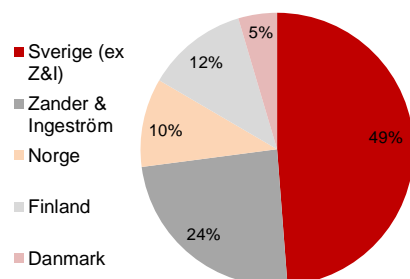
Företagsbeskrivning

Bakgrund

Christian Berner är en svensk teknikhandelskoncern, grundad 1897. Bolaget marknadsför, bearbetar och säljer komponenter, system och tjänster med högt teknikinnehåll från ledande leverantörer till den nordiska marknaden. Därtill har bolaget även viss utveckling av egna produkter, exempelvis Zander & Ingeströms elektriska pannor under varumärket ZETA – vilka framförallt exporteras. En viktig del i Christian Berners affärsmodell är den konsultativa försäljningen, där bolagets – i regel ingenjörutbildade – säljare analyserar kundens tekniska krav och därefter rekommenderar en lösning. Under 2018 uppgick koncernens totala nettoomsättning till drygt 600 MSEK med en EBITA-marginal om 8,4%.

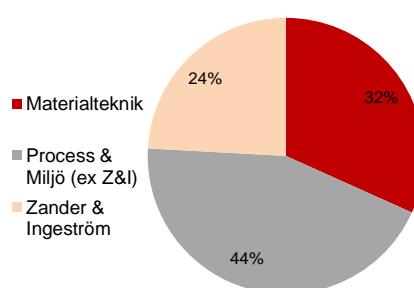


Försäljning per geografi 2018



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Försäljning per affärsområde 2018

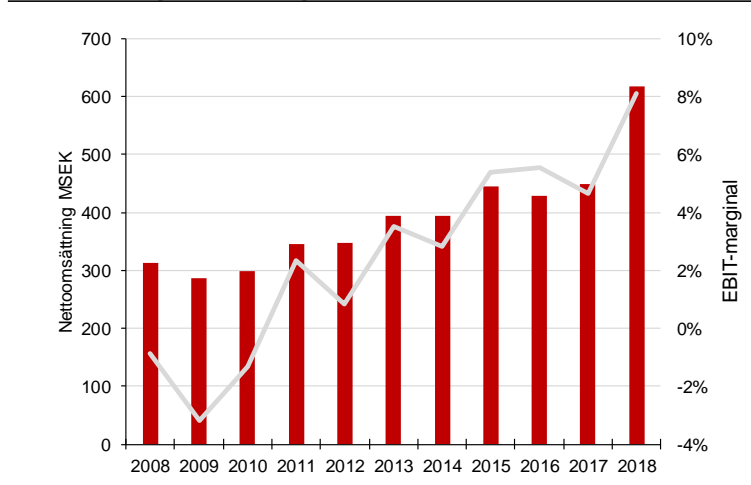


Källa: Redeye Research, Christian Berner

Christian Berner delar in koncernen på två olika sätt. Dels efter land, vilket också bolagets huvudsakliga rapportering utgår ifrån. Sverige, som även inkluderar Zander & Ingeströms försäljning till utlandet (uppskattningsvis halva bolagets omsättning), utgör drygt 70% av försäljningen. Vi väljer dock att fokusera mer på den andra uppdelningen, där bolaget delas in i Materialteknik och Process & Miljö. Vi anser att den senare uppdelningen är ett bättre analysunderlag. Detta då vi bedömer att respektive industri har liknande förutsättningar oavsett var i Norden kunden befinner sig.

Materialteknik säljer framförallt plaster och vibrations- och bullerdämpande material och utgör drygt 30% av bolagets försäljning. Kunderna finns främst inom pappers-, bygg- och gruvindustri samt infrastruktur. Process & Miljö – som även inkluderar Zander & Ingeström – säljer processutrustning och hela tekniska system och står för knappt 70% av försäljningen. Kunderna hittas bland annat inom pappers- och processindustrin samt inom kommunal sektor.

Nettoomsättning och EBIT-marginal



Källa: Redeye Research, Christian Berner, Allabolag

I samband med krisen kring 2008 föll Christian Berners omsättning och tre år i rad var EBIT negativ. Sedan 2008 fram till 2017 har bolaget växt med drygt 4% per år i snitt, vilket inkluderar ett par mindre förvärv. 2018 växte dock bolaget med hela 35%, tack vare förvärvet av Zander & Ingeström. Marginalerna har successivt ökat under perioden och tog ett rejält kliv 2018, vilket också det berodde på Zander & Ingeström. Även om konjunkturen varit starkare de senaste åren, är vår bedömning att bolaget lyckats lyfta de underliggande marginalerna. Således har bolaget sakta men säkert lyft sig under de senaste 10 åren och på senare tid visat förmåga att addera större värdeskapande förvärv.

Ägare

Christian Berners största ägare är Gårdverken AB, som i sin tur ägs av Joachim Berner. Han är barnbarn till bolagets grundare och innehar via Gårdaverken AB knappt 24% av kapitalet och drygt 52% av rösterna. På plats tolv i ägarlistan finner vi VD Bo Söderkvist. Värt att notera i övrigt är att Lars-Olof Larsson, VD för det förvärvade Zander & Ingeström, äger cirka 1% av kapitalet i Christian Berner. Vidare finns institutionella ägare representerade högt upp i ägarlistan, i form av Lannebo Fonder och SEB Fonder.

Ägandet i bolaget har flera attraktiva egenskaper. Exempelvis är storägaren Gårdverken AB aktiv i bolaget genom styrelseordförande Joachim Berner och flertalet institutioner finns bland de tio största ägarna. Bland ledningen finns ett visst aktieäggande och ett ökat sådant skulle resulterade i ett än högre betyg för ägarskap. Sammantaget ger vår Redeye Rating relativt höga sju poäng för ägarbild i Christian Berner.

Ägarlista Christian Berner			
Ägare	Kapital %	Röster %	Verifierat
Gårdaverken AB*	23,7%	52,3%	2018-12-31
Ernström & C:o AB	13,6%	8,5%	2018-12-31
Ksenia Berner	9,1%	5,7%	2018-12-31
Lannebo Fonder	9,0%	5,6%	2019-02-21
Isolde Stensdotter Berner	8,7%	5,4%	2018-12-31
Ruby Stensdotter Berner	8,3%	5,2%	2018-12-31
SEB Fonder	5,5%	3,4%	2019-02-21
Andra AP-fonden	4,5%	2,8%	2018-12-31
Förvaltningsaktiebolaget Zate	2,3%	1,5%	2018-12-31
Avanza Pension	1,4%	0,9%	2018-12-31
Nordnet Pensionsförsäkring	1,4%	0,9%	2018-12-31
Bo Söderqvist	1,2%	0,7%	2018-12-31

Källa: Holdings | *Joachim Berner

Ledning

Bo Söderqvist har varit VD i bolaget sedan 2010 och arbetade dessförinnan på BE Group i ett antal olika positioner. Söderqvist är utbildad inom ledarskap, försäljning samt stål och metall. CFO Torbjörn Gustafsson tillträdde under 2018 och har erfarenhet från rollen som Manager Group Business Control på KappAhl samt en liknande roll på Volvo Group. I övrigt består ledningen av respektive landschef samt VD för Zander & Ingeström.

Under VD Bo Söderqvists tid har bolaget lyft sin EBITA-marginal från någon enstaka procent till strax under bolagets marginalmål om 9%. Därtill har tillväxten sedan 2010 fram till 2017 varit cirka 6%, vilket inkluderar ett antal mindre förvärv. Vi uppskattar ledningens kommunikation och rapportering, som vi tycker är balanserad och lyfter fram såväl problem som framgångar. Exempelvis har bolaget tydligt redovisat Zander & Ingeströms påverkan under 2018, vilket synliggjort att den ursprungliga verksamheten utvecklats relativt svagt. Ett mindre transparent bolag hade istället kunnat lyfta fram 2018 som ett starkt år överlag. Sammantaget har vi en positiv syn på bolagets ledarskap.

Styrelse

Styrelseordförande sedan 2014 är bolagets huvudägare Joachim Berner. Övriga styrelseledamöter är Kerstin Gillsbro, Bertil Persson, Stina Wollenius, Lars Gatenbeck och Malin Domstad. Tillsammans har de breda erfarenheter och kunskaper inom bland annat bygg, järnväg, teknikhandel och plast. Exempelvis är Gillsbro VD för Jernhusen och Persson är tidigare VD på Beijer Alma.

Finansiella mål

Christian Berner har följande finansiella mål:

- Genomsnittlig omsättningstillväxt ska uppgå till minst 10 procent per år över en konjunkturcykel inklusive förvärv. (Enligt ledningen ungefär 50/50 mellan organisk och förvärvad tillväxt)
- EBITA-marginalen ska i genomsnitt vara 9 procent per år över en konjunkturcykel.
- Bolaget ska ha en soliditet om 35 procent.
- Räntabiliteten på eget kapital ska uppgå till 25 procent.
- Styrelsens mål är att ge aktieägarna en utdelning som ger en god direktavkastning och utdelningstillväxt. Christian Berners mål är att dela ut 30–50 procent av resultatet efter skatt. Hänsyn kommer dock tas till bolagets finansiella ställning, kassaflöde, förvärvsmöjligheter och framtidsutsikter.

De senaste åren har bolaget inte lyckats uppnå de två översta målen, vilka vi anser vara de viktigaste ur värderingssynpunkt. Under 2018 var dock utvecklingen starkare och tack vare – det så här långt framgångsrika – förvärvet av Zander & Ingeström nåddes tillväxtmålet med råge. Christian Berner tog även ett rejält steg mot att uppnå sitt marginalmål då EBITA-marginalen landade på 8,4%, att jämföra med 4,9% året innan, tack vare förvärvet av Zander & Ingeström.

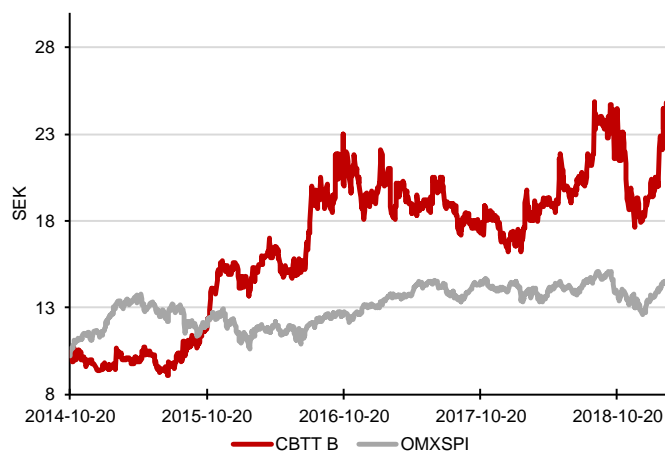
Det organiska försäljningsmålet om cirka 5% per år över en konjunkturcykel bedömer vi som nåbart men åt det optimistiska hållet. Visserligen har den organiska tillväxten varit kring denna nivå sedan nuvarande VDs tillträde 2010, men konjunkturen har i huvudsak varit stark sedan dess. Vår bild är att tillväxten i merparten av Christian Berners marknader är för låg för att vi ska räkna med 5% på koncernnivå på organisk väg.

Marginalmålet om 9% på EBITA-nivå bedömer vi – mycket tack vare förvärvet av Zander & Ingeström – som klart nåbart. Vi räknar med att bolaget når en marginal strax under målet redan i år, med stöd av en stark orderingång.

Noterbart är även att bolaget under lång tid haft en soliditet på cirka 50%. Således klart över målet om 35%, vilket ger bolaget finansiellt utrymme för ytterligare förvärv.

Aktien

Christian Berner sedan notering



Källa: Redeye Research, Nasdaq Stockholm

Utveckling	CBTT B	OMXSPI	Relativ
1m	22%	4%	18%
3m	36%	5%	31%
6m	4%	-4%	8%
12m	35%	4%	31%
36m	62%	22%	40%

Källa: Redeye Research, Nasdaq Stockholm

Aktien hade en relativt trög start, vilket sannolikt berodde på svag tillväxt och något sjunkande marginaler under 2014. Därtill tror vi att marknaden hade hoppats på fler och större förvärv. 2016 tog marginalnivåerna ett tydligt kliv uppåt, vilket också satte sina spår i aktien. 2017 föll lönsamheten, precis som aktien, dock tillbaka något.

Större delen av 2018 lyfte aktien tydligt, vilket vi bedömer vara hänförligt till förvärvet av Zander & Ingeström. Successivt under 2018 blev det allt tydligare att förvärvet var framgångsrikt och under Q4 stod bolaget för i princip hela Christian Berners EBITA. Under senare delen av 2018 föll aktien, liksom börsen, kraftigt. Vi bedömer att det delvis berodde på generell konjunkturoro men även en senarelagd stororder. Tack var en sammantaget stark Q4-rapport med god orderingång och en ny stororder har aktien nu åter lyckats etablera sig kring tidigare toppnivåer, vilket vi finner rimligt.

Vi tror dock att marknaden fortsatt känner viss oro för den historiskt volatila marginalen (i "gamla" Christian Berner), vilken som sagt sjönk under 2018 justerat för Zander & Ingeström. Sannolikt är det, tillsammans med en historiskt låg förvärvstakt, förklaringen till den stora rabatten (cirka 35%) relativt peers.

För att aktien ska kunna lyfta ytterligare bedömer vi att "gamla" Christian Berner behöver generera en högre marginal. I vårt Base case (27,50 SEK) räknar vi med att de når cirka 6%, i linje med 2016. Kan "gamla" Christian Berner nå marginalmålet om 9% samtidigt som Zander & Ingeström fortsätter gå starkt, ser vi betydande potential. Under 2018 var Zander & Ingeströms EBITA-marginal 21% och även om orderboken är stark inför 2019 har verksamheten dock historiskt varit volatil.

Erbjudande och Affärsmodell

Christian Berner erbjuder tekniska lösningar, produkter och service till företag och offentlig sektor i framförallt de nordiska länderna. Huvuddelen av bolagets intäkter härrör från försäljning av tredjeparts-produkter. Christian Berner säljer i regel relativt små serier och värdeskapandet till kund ligger dels i bearbetning men framförallt i den tekniska kompetens bolaget tillhandahåller. Merparten av Christian Berners säljare är ingenjörer och bolaget kan delvis liknas vid en teknikkonsult som även säljer produkter.

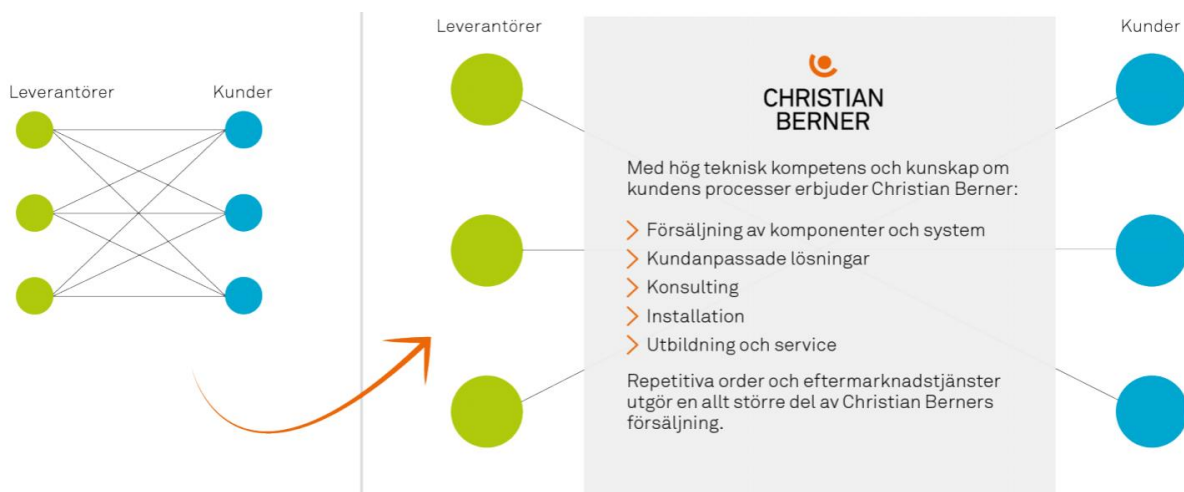
Vi gillar strategin som vi menar leder till högre inträdesbarriärer jämfört med traditionell teknikhandel, tack vare kombinationen av leverantörsavtal, bearbetning och expertis. Relativt andra teknikhandelskoncerner har Christian Berner högre bruttomarginaler men samtidigt också högre personalkostnader. Vidare har bolaget även viss utveckling av egna produkter, exempelvis Zander & Ingeströms elektriska pannor under varumärket ZETA – vilka framförallt exporteras.



I egenskap av handelsbolag är leverantörer av stor betydelse för Christian Berner. Medan de allra flesta företag framförallt fokuserar på kundnytta, är det för Christian Berner lika viktigt att skapa värde åt sina leverantörer. Totalt har bolaget cirka 150 leverantörer varav de flesta är europeiska. Ett genomsnittligt år byts cirka 1-2% av leverantörerna ut. Under 2016 stod den största leverantören för 11% försäljningen medan leverantör 2-10 tillsammans utgjorde 33%.

Således är beroendet av enskilda leverantörer relativt lågt och även en förlust av en nyckelleverantör bör vara hanterbart för bolaget. Christian Berner arbetar framförallt med premiumleverantörer, vilket minskar konkurrensen och möjliggör en högre prisbild. Vi finner kombinationen av premiumprodukter och stort fokus på tekniskt kunnande logisk, då den bör attrahera de kunder som prioriterar driftsäkerhet över låg initial kostnad. Vi bedömer att strategin passar en marknad som Norden, med relativt höga personalkostnader, särskilt bra.

Nedanstående bild beskriver Christian Berners roll i värdekedjan:



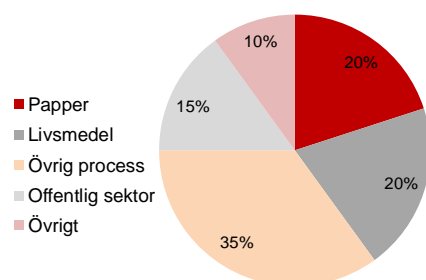
Källa: Christian Berner

Bolaget delar in sin verksamhet i två affärsområden, Process & Miljö och Materialteknik. Mer om dem nedan. Varje nisch har sina egna säljare, vilket innebär viss effektivitetsförlust. I gengäld är säljarna specialiserade och har ett stort kunnande om de produkter och lösningar de säljer. Specialisering av personal går i linje med bolagets fokus på premiumprodukter och hög kompetens och vi bedömer det som en klok strategi.

Process & Miljö

Process & Miljö består av verksamheter inriktade på processutrustning och hela tekniska system. Försäljningen utgörs både av stora investeringsprojekt och löpande underhåll. Kunderna återfinns framförallt inom pappers- och processindustri samt kommunal sektor. Grafen nedan visar en ungefärlig uppdelning av affärsområdets kundgrupper.

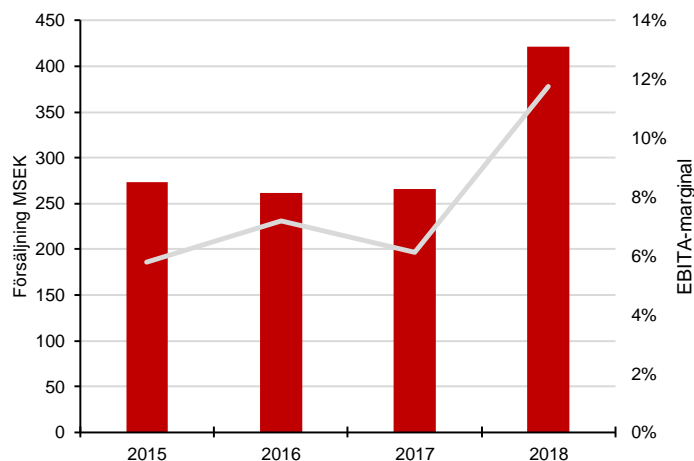
Ungefärlig försäljning per kundgrupp



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Affärsområdet konkurrerar främst med de stora teknikhandelsbolagens – exempelvis Adtech och Indutrade – dotterbolag samt producerande aktörer med nordisk försäljningsorganisation.

Process & Miljö



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Exklusive förvärv har tillväxten sedan 2015 varit modest men trots det har marginalnivåerna varit relativt stabila. Även om affärsområdet till betydande del är beroende av investeringar, medför spridningen mellan flertalet branscher – såsom exempelvis livsmedel, läkemedel och offentlig sektor – att känsligheten för konjunktursvängningar minskar. Cirka 15% av affärsområdets försäljning kommer ifrån service och underhåll. Som syns nedan har Process & Miljö ett brett utbud av produkter inom olika nischer, vilket också det bör bidra till ökad stabilitet. I och med förvärvet av Zander & Ingeström kommer affärsområdet, allt annat lika, enligt vår bedömning uppvisa högre marginaler men även större fluktuationer i försäljningen.

Affärsområde Process & Miljö är i sin tur uppdelat i 10 produktgrupper.

Instrument och analys

Erbjuder ett brett utbud av mätinstrument, från enkel pH-mätning till helautomatiska mätsystem samt bärbara system för mätning i fält. Även utbildning, installation, service, kalibrering, certifiering och kundanpassning erbjuds.

Desinfektionssystem

Produktgruppen erbjuder lösningar för vattenrening, så som UV- och ozonanläggningar samt doseringssystem för desinfektionskemikalier. Erbjudandet innefattar enskilda komponenter, färdiga system, konsultation, installation och service. I princip samtliga av Sveriges 290 kommuner är kunder.

Förpackning och fyllning

Christian Berner tillhandahåller maskiner för fyllning och förslutning av hög- och lågviskösa produkter samt bulkmaterial. Produktutbudet är brett och innehåller så väl mindre bordsmaskiner som större helautomatiska linjer. Erbjudandet omfattar allt från projektering till service.

Pulver och torkteknik

Produktgruppen tillhandahåller maskiner och processutrustning för förädling av pulver och torrt bulkmaterial. Vanligtvis kompletterar eller utökar Christian Berner en befintlig tillverkningsprocess men även nyetablering förekommer. Erbjudandet innefattar samtliga delar av en komplett produktionslinje.

Vätsketeknik

Christian Berner erbjuder lösningar inom blandning, separation, våtmalning, homogenisering, extrahering och förångning. Erbjudandet sträcker sig från produkter till anläggningar och riktar sig främst till livsmedels-, läkemedels-, kemi, massa- och pappersindustrin.

Pumpar

Produktgruppen tillhandahåller allt från komponenter till systemlösningar inom dosering, mätning, transport och desinfektionssystem. Bolaget har ett av marknadens bredaste sortiment inom doseringspumpar och kan hantera i stort sett alla vätskor.

Högtryckspumpar

Christian Berner erbjuder lösa pumpar och kompletta pumpaggregat samt tillbehör för industriell användning högtrycksvatten. Erbjudandet innefattar även utbildning i användning och säkerhet samt service och reservdelar.

Filtertechnik

Produktgruppen erbjuder ett av marknadens största sortiment av filter till processindustri och lab. Produkterna kommer från ledande varumärken så som GAF, LOEFLER, LAKOS och Cintropur.

Ånga, Gas & Energiteknik

Christian Berner tillhandahåller ång- och gasturbiner, turbo- och skruvkompressorer samt venturiteknik, som exempelvis används för att återvinna ånga eller transportera gas.

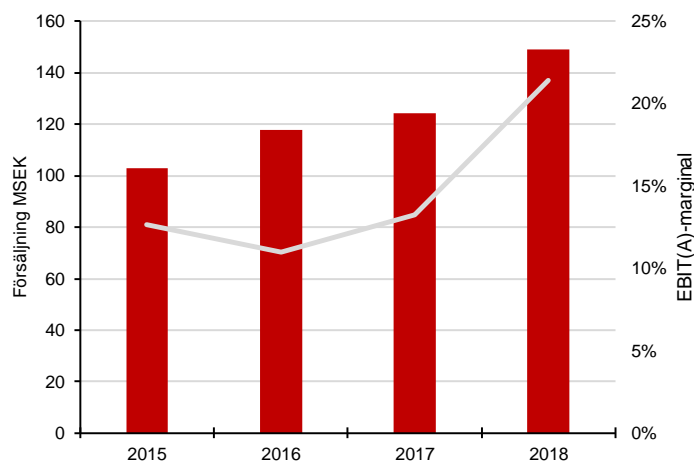
Pappersteknik

Produktgruppen har ett omfattande erbjudande från renseri och massaberedning till efterbearbetning och konvertering av papper. Erbjudande innefattar allt från installation till service och renovering.

Zander & Ingeström

Dotterbolaget som Christian Berner förvärvade i början av 2018 tillhör affärsområde Process och Miljö. Då Zander & Ingeström är relativt stort och har en verksamhet som till del skiljer sig från moderbolagets, har vi valt att lyfta ut dotterbolaget till en egen punkt. Zander & Ingeström verksamhet består av två ungefär lika stora delar, handel med pumpar samt utveckling och försäljning av elektriska pannor under varumärket ZETA.

Zander & Ingeström



Källa: Redeye Research, Christian Berner, Allabolag.se | 2015-2017 avser EBIT, 2019 avser EBITA

Grafen ovan visar Zander & Ingeströms utveckling de senaste åren. Siffran för 2018 avser endast från 1 mars och framåt, då det var fr.o.m. då Zander & Ingeström konsoliderades i Christian Berner. Trots det visar grafen tydligt den starka utveckling bolaget haft under 2018.

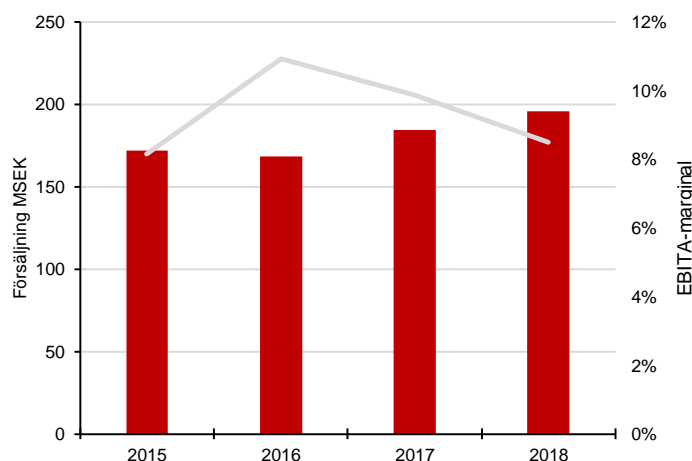
Inom pumpar är kunderna och affärsmodellen desamma som inom moderbolagets affärsområde Process & Miljö. De elektriska pannorna är däremot egenutvecklade och säljs globalt. Pannorna värmer vatten med hjälp av elektricitet och nyttjas för att producera hetvatten och ånga på ett billigt sätt. Därtill kan de agera som en "balanspost i elnätet" och kan liknas vid ett "varmvattenbatteri". När vattnet väl är uppvärmt krävs mycket lite energi för att hålla det varmt.

Således efterfrågas pannorna i regel på marknader där elpriset kan variera kraftigt under kort tid. Exempelvis sålde bolaget under 00-talet pannor till Danmark, där elpriset tidvis var noll på grund av stora investeringar i vindkraft. De två större affärer som aviserats under 2018 har avsett kärnkraftsutbyggnad i Vitryssland samt till en samarbetspartner i Kina. Inom pannor har Zander & Ingeström ett par mindre konkurrenter, men ledningen bedömer att bolaget är tydlig marknadsledare.

Materialteknik

Affärsområde materialteknik säljer teknisk plast och vibrations- och bullerdämpande material. Kunderna finns i huvudsak inom pappers-, bygg och gruvindustrin samt infrastruktur. Materialteknik är generellt sett mindre konjunkturkänsligt än Process & Miljö, då den förstnämnda har större exponering mot löpande, icke investeringsberoende, affärer. Snabb leverans är en viktig konkurrensfördel inom segmentet och därav håller Christian Berner en hög andel produkter i lager.

Materialteknik



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Sedan 2015 har Materialteknik haft en stabil utveckling både sett till marginal och försäljning. Vår bedömning är att de tillväxttrender vi ser framför oss – såsom spårbanden trafik och flervåningshus i trä – redan haft en viss positiv effekt på tillväxten. Att marginalen föll under 2018 beror framförallt på en svag utveckling under senare delen av året, vilket delvis förklaras av framskjutna infrastrukturprojekt.

Inom Materialteknik bearbetar bolaget cirka 70% av alla produkter som säljs. Även om det handlar om relativt enkel bearbetning kräver det investeringar i maskiner och en industrilokal. Vilket i sig kan tyckas basalt, men i kombination med leverantörs- och kundrelationer samt hög teknisk kompetens bedömer vi att bearbetningen stärker Christian Berners konkurrenskraft.

Affärsområdet delas in i produktgrupperna Teknisk plast och Vibrationsteknik. Vår bedömning är att fördelning är cirka 50/50.

Teknisk plast

Inom produktgruppen erbjuder Christian Berner allt från halvfabrikat till färdigarbetade detaljer. Bolaget är nischat mot material med mycket låg friktion och hög slitstyrka, främst avsett för mekaniska konstruktioner och inklädnader. Kundbasen är bred och produkterna används främst inom pappers- och gruvindustri samt till materialhanteringssystem.

Bolagets tekniska plaster kan delas in i två huvudgrupper, Glidplaster och Hårdplastlaminat. De glidfokuserade plasterna fungerar som substitut till slitdelar av stål eller annan metall vilket medför ökad livslängd och minskat smörjbehov. Den härdade laminatplasten används vid applikationer med hög belastning och temperatur alternativt som isolator. Inom teknisk plast är bolagets huvudkonkurrenter Nordic Plastic Group och Aikolon. Cirka 50% av produkterna Christian Berner säljer inom Teknisk plast bearbetas i anläggningen i Mölnlycke.

Vibrationsteknik

Christian Berner levererar vibrationsdämpande material i flera varianter till flertalet branscher. Cirka 98% av de produkter som går genom anläggningen i Mölnlycke bearbetas. Vissa större leveranser såsom exempelvis ballastmattor går dock direkt till kund. Merparten av försäljningen härrör från bygg, industri och spårbunden trafik. Utöver vibrationsdämpning bidrar produkterna även till att sänka drift- och underhållskostnader.

Bolaget har gedigna referenser från flertalet aktörer inom spårbunden trafik i Norden, såsom Göteborgs stad, SL, Trafikverket och Oslo Sporveier, och vi bedömer att deras marknadsposition är stark. Inom bygg kan Christian Berners vibrationslösningar användas i alla typer av byggnader men fördelarna är som störst inom två specifika byggnadstyper. Dels trähus – och då särskilt flervåningsträhus, där lösningarna är att betrakta som ett måste. Bland kunderna finns PEAB och Derome. Därtill är vibrationsdämparna ett viktigt inslag vid byggnation i stationsnära lägen, där Christian Berner exempelvis har referenser från Hagastaden, Sollentuna och Vårby gård. Inom vibrationsteknik är bolagets huvudkonkurrenter Vibratek, BSW och Dafa.

Förvärv och förvärvsstrategi

Christian Berner har en målsättning om att växa med 10% per år, varav cirka hälften avses komma från förvärv. Bolaget riktar framförallt in sig på förvärvskandidater med en omsättning på 20-100 MSEK. Under 2016 förvärvades Fillflex och PlastKapTek, vilka tillsammans adderade cirka 20 MSEK i försäljning.

I början av fjolåret förvärvades det betydligt större Zander & Ingeström, som från mars 2018 bidrog med 149 MSEK i försäljning. Således har bolaget fram tills 2018 inte varit tillräckligt aktiva för att lyckas nå sitt mål. Ledningen avser dock att öka förvärvstakten framgent och köpet av Zander & Ingeström är mycket lovande såhär långt. Prislappen om 7,3x EBITDA för 2017 såg till en början relativt dyr ut men tack vare bolagets gynnsamma utveckling 2018 – då resultatet dubblerades – framstår förvärvet nu som mycket lyckat. Christian Berner har ett antal riktlinjer kring förvärv, vilka listas nedan.

- Det förvärvade bolaget ska fortsätta driva verksamheten som en decentraliserad struktur.
- Bolaget ska bedriva verksamheten under Christian Berners varumärke, alternativt under eget varumärke.
- Integration av koncerngemensamma processer och system som IT och inköp.
- Det förvärvade bolaget ska ha samma värderingar och kultur som resten av koncernen för att säkerställa samverkan inom Christian Berner med syfte att utnyttja koncernens hela erfarenhetsbank.

Christian Berners förvärvsprocess



Vidare är vår bild att koncernen är tämligen kräsen när det gäller förvärv, vilket lett till relativt få företagsköp. Till skillnad från flertalet andra listade teknikhandelskoncerner med hög förvärvstakt – och som förvärvar brett – vill Christian Berner gärna hitta förvärv vars kunder eller produktgrupper de delar. Därtill ska förvärvsobjekten gärna ha en hög andel intäkter från som är oberoende av att kunder genomför större investeringar. Förvärvsobjekten kan ha egna produkter men bör samtidigt ha en egen försäljningsorganisation och i grunden vara ett handelsbolag.

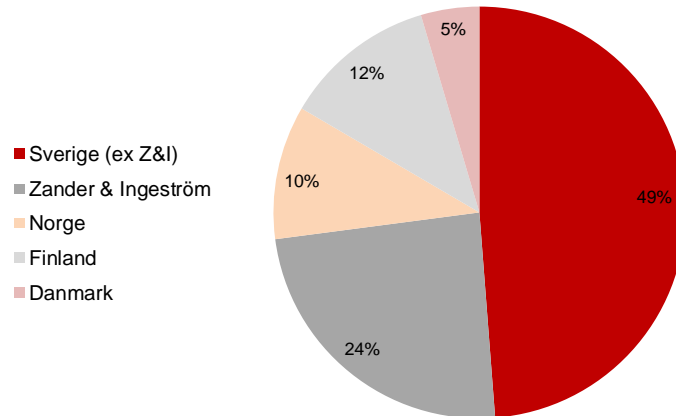
De senaste förvärven har omsättningsmässigt legat utanför bolagets föredragna intervall. Vi ser dock inget problem i det utan anser att nyckeln är att förvärven verksamhetsmässigt passar bra med Christian Berner, vilket vi tycker de senaste förvärven gör. Vår bild är att det är relativt vanligt att förvärvsaktiva bolag frångår sina storleksbaserade förvärvskriterier om förvärvet passar väl in i övrigt.

Sammantaget bedömer vi att Christian Berner sannolikt kommer att skruva upp förvärvstakten något framgent. Däremot tror vi det är fel att räkna med att Christian Berner ska nå samma höga takt som flertalet av börsens andra teknikhandlare.

Marknad

Geografiskt sett är Christian Berners marknad koncentrerad till Norden i allmänhet och Sverige i synnerhet. Därutöver exporterar koncernen även egenutvecklade produkter genom dotterbolaget Zander & Ingeström – som ingår under Sverige. Under 2018 fördelades försäljningen på följande vis:

Försäljning per geografi 2018



Källa: Redeye Research, Christian Berner

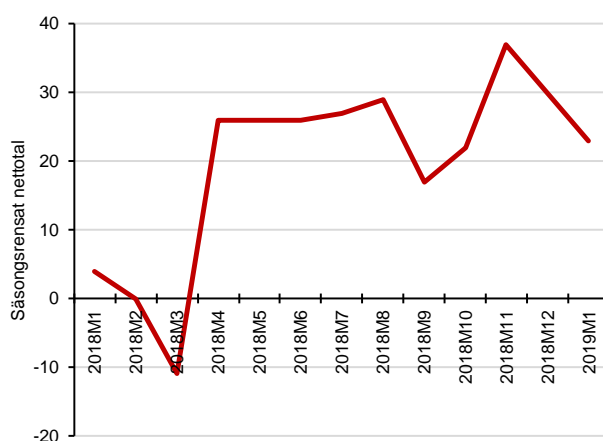
Sett till branscher är Christian Berner framförallt exponerad mot pappers-, process-, och byggindustri samt infrastruktur och offentlig sektor. Merparten av bolagets försäljning är cyklisk och i viss mån beroende av att kunder nyinvesterar. Därutöver tillhandahåller bolaget service och varor av förbrukningskaraktär. Branschexponeringen är relativt diversifierad och flertalet produkter har en tydlig miljöprofil i bred mening, vilket tenderar att driva efterfrågan i svagare konjunkturer. Vidare bidrar även exponeringen mot investeringar i infrastruktur och från offentlig sektor med stabilitet. Nedan följer vår syn om marknadsförutsättningarna inom respektive affärsområden alternativt kundgrupp.

Pappersindustri

Både Materialteknik och Process & Miljö har kunder inom pappersindustrin varpå vi har valt att bryta ut den. Trots att pappersindustrin kännetecknas av cykler med stora investeringar är Christian Berners erbjudande i sektorn sammantaget relativt okänsligt. Detta då försäljning av service och förbrukningsmaterial tenderar att efterfrågas mer när nyinvesteringarna är låga.

Enligt Skogsindustrierna har produktionen på svenska massa- och pappersbruk varit stabil under 2017 och 2018. I närtid har dock en viss ökning skett tack vare att nya produktionslinjer tagits i bruk. Som synes nedan har förväntningarna kring produktionsvolym varit något fallande den senaste tiden men befinner sig fortsatt på relativt höga nivåer.

Pappersindustrin - Produktionsvolym (förväntningar, Sverige)



Källa: Konjunkturinstitutet

Sammanfattningsvis talar mycket för att aktivitetsnivån inom sektorn kommer vara stabil i det korta perspektivet. På längre sikt ser vi förutsättningar för en tillväxt i linje med ekonomin men knappast särskilt mycket mer än så. Produktionen av grafiskt papper i Sverige har sedan 2008 minskat med cirka 40% medan övrigt papper och kartong ökat med drygt 10% under samma tid. Vid 2008 var produktionen av respektive i stort sett densamma. Sedan 2017 tycks dock båda pappersvarianterna ha stabiliserats kring en ny nivå. Den tydliga förändringen förklaras av digitalisering, där tidningar allt mer efterfrågas i digital form och där handeln flyttar online, vilket kräver mer kartong.

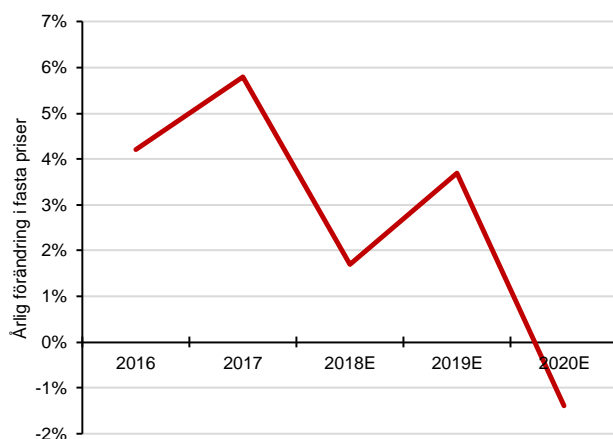
Christian Berner har successivt ställt om sin verksamhet mot just kartong. Då en mindre del av försäljningen inom både Process & Miljö och Materialteknik kommer från pappersindustrin kan vi inte avgöra hur väl omställningen lyckats. Att döma av omsättnings- och marginalutvecklingen för Process & Miljö och Materialteknik som helhet tycks bolaget ha klarat av omställningen väl.

Vi bedömer att Christian Berners exponering mot papper främst avser svenska kunder men bolaget har sannolikt även flertalet finska kunder. Då nordiska pappersproducenter kan antas ha liknande förutsättningar bedömer vi att den svenska statistik vi använder, i hög grad är representativ även för Finland.

Processindustri (ink. offentlig sektor)

Christian Berners exponering till processindustrier av olika typ är bred. Exempelvis har bolaget sålt förpackningsmaskiner åt posten, utrustning till laxodlingar i Norge och därtill säljer dotterbolaget Fillflex – som förvärvades 2016 – egna produkter med tillhörande mjukvara för fyllning av matförpackningar. Christian Berners erbjudande mot processindustrin är i hög grad fokuserat mot investeringar vilket medför känslighet för ekonomiska cykler. 2019 väntas investeringarna i Sverige öka med cirka 3,5%, vilket stämmer väl med ledningens relativt positiva syn för innevarande år. Under 2020 väntas dock en mindre nedgång.

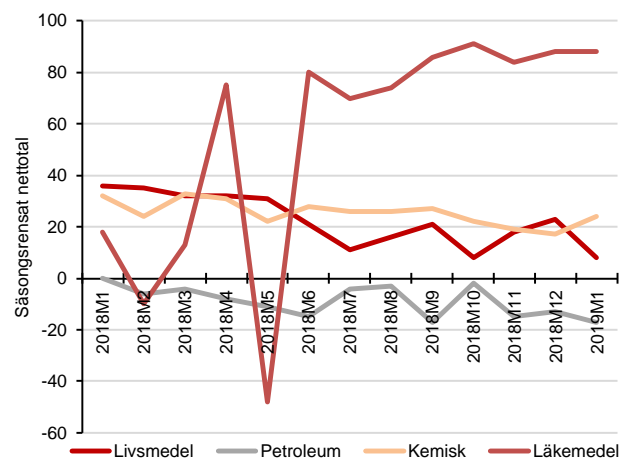
Investeringar i maskiner och inventarier (Sverige)



Källa: Konjunkturinstitutet

Vår bedömning är att Christian Berners bredd gör att de kan antas var något mindre känsliga för konjunkturella svängningar relativt genomsnittet. Detta tack vare sin exponering mot livsmedelsindustri och offentlig sektor – med inriktning på vattenrening – som drivs av befolkningsökning senare än industriell konjunktur. Vidare bedömer branschorganisationen Svenskt Vatten investeringarna i kommunalt vatten och avlopp behöver öka med 35% de kommande 30 åren. Därtill bör bolagets fokus mot miljörelaterade produkter också bidra till en mer stabil efterfrågan, då investeringar i den typen av produkter tenderar att drivas av annat än enbart ökade volymer.

Processindustrin - Produktionsvolym (förväntningar, Sverige)



Källa: Konjunkturinstitutet

Sammantaget är vår bedömning att Christian Berners försäljning till processindustrin har möjlighet att öka något mer än ekonomin som helhet, tack vare sitt fokus mot miljö och viss exponering mot livsmedel.

Elektriska pannor

Bolagets elektriska pannor, som är en del av Zander & Ingeström och säljs under varumärket ZETA, efterfrågas där variationerna i elpriser är stora inom relativt korta tidsperioder eller där elpriserna är mycket låga. Historiskt sett har efterfrågan varit koncentrerad till ett fåtal länder åt gången, där elpriserna av någon anledning varit periodvis mycket låga, vilket gjort det lönsamt att exempelvis värma vatten nattetid. Ofta sker detta i samband med utbygd eller förändrad elproduktion.

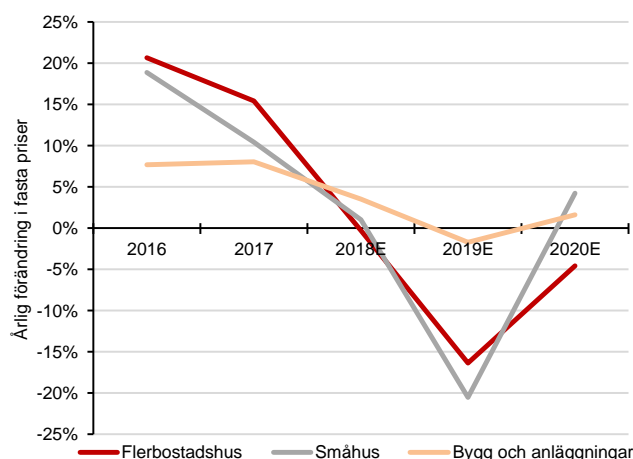
Vår bedömning är att bolagets pannor har stor potential i takt med att flertalet länder jorden över ställer om till nya energislag – vilket ofta innebär förnybara alternativ där produktionsvariationerna i regel är stora. Vi träffade nyligen bolagets ledning och fick ett positivt intryck. Bland annat nämndes Indien och Polen som potentiella exportmarknader, i takt med att länderna går mot mer miljövänliga energikällor.

Nyckel blir – för detta relativt lilla bolag – att hitta duktiga partners som kan distribuera produkten globalt. Hittills har Zander & Ingeström lyckats väl i Kina och kan fler länder adderas torde det finnas goda möjligheter för bolaget att visa stabil tillväxt. 2018 var ett mycket starkt år och orderingen inför 2019 är lovande, historiskt har dock försäljningen varit volatil.

Vibrationsteknik (bygg och infrastruktur)

Medan investeringarna i bygg- och anläggning generellt väntas falla något i Sverige de närmaste åren, bedöms nedgången inom bostadsbyggande bli desto kraftigare (se graf nedan). Detta lär sannolikt påverka Vibrationsteknik i någon mån, men vi bedömer att de genom sin byggexponering koncentrerad mot trähus och stationsnära lägen bör bli en relativt vinnare. Om vi bortser från de kortsiktiga cykliska aspekterna, finns det mycket som talar för både trähus och stationsnära lägen på sikt.

Bygginvesteringar (Sverige)



Källa: Konjunkturinstitutet

Den för svensk infrastruktur betydande Sverigeförhandlingen har ett tydligt fokus på spårbunden trafik. Dels i den i mångt och mycket långt framskridna storstadsdelen, som bland annat inkluderar tunnelbana, mellan Fridhemsplan och Älvsjö, samt Spårväg Syd, mellan Älvsjö och Flemingsberg. Därtill den politiskt osäkra delen rörande höghastighetståg mellan Stockholm-Göteborg/Malmö. Ett av Sverigeförhandlingens syften är att kommuner i utbyte mot investeringar i – framförallt – spårbunden trafik åtar sig att bygga bostäder, som kan dra nytta av den nya infrastrukturen. Således i hög grad i stationsnära lägen. Vidare kan bygget av Västlänken – som till stor del utförs inom tätbefolkat område – väntas ge ökad efterfrågan.

Också i övriga Norden investeras i spårbunden trafik. Exempelvis den pågående utbyggnaden av Västmetron i Helsingfors. I samma stad finns även planer på ytterligare spårbundna projekt i riktning mot Vanda Flygplats.

Ovanstående projekt är intressanta för Vibrationsteknik både avseende försäljning till spårvägen i sig men också byggnader i stationsnära lägen. Generellt sett anses stationsnära lägen eftersträvansvärda av flera skäl. Dels möjliggör det stora tidsvinster – särskilt i urbana miljöer – och anses därtill vara gynnsamt för miljön. Detta medför att stationsnära kontor i regel har högre hyror och att flertalet kommuner – framförallt större städer – vill förtäta byggelsen vid stationer.

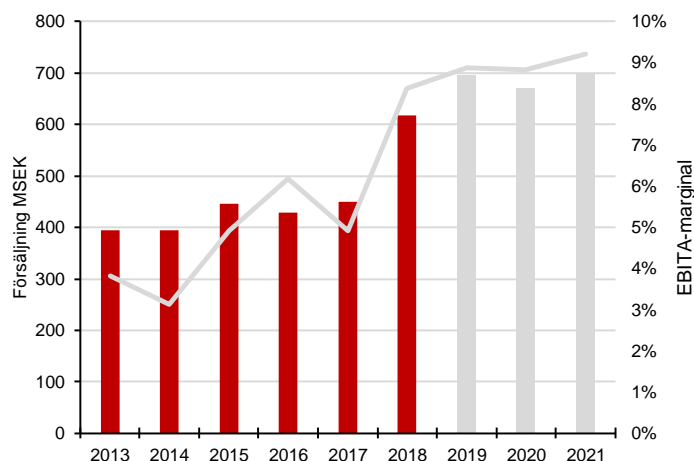
Vidare bedömer vi även att andelen trähus kommer att öka av miljöskäl och då särskilt de i flera våningar, vilka är relativt ovanliga idag. I Nordamerika är exempelvis 80-90% av flervåningshusen byggda i trä. Att motsvarande siffra är klart lägre i Sverige beror sannolikt på ett tidigare förbud mot flervåningshus i trä, vilket dock upphävdes 1994. 2016 byggdes cirka 10% av flervåningshusen i trä i Sverige.

Sammantaget ser vi vissa konjunkturella osäkerheter på kort sikt. Över tid bedömer vi dock förutsättningar för Vibrationsteknik som goda, då mycket talar för utbyggd spårbunden trafik och att en större andel av byggnationen framgent kommer att ske i stationsnära lägen. Vidare väntas även en större andel flervåningsbyggnader byggas i trä. Således är vår bedömning att Vibrationsteknik har goda möjligheter att visa högre tillväxt än ekonomin som helhet.

Finansiella prognoser

Sedan slutet av 2013 (bolaget listades i oktober 2014) har Christian Berner visat en organisk försäljningstillväxt om strax över 3% i genomsnitt per år, i linje med svensk BNP under samma period. Inklusivt förvärv har den genomsnittliga tillväxten under samma tid varit 9%, mycket tack förvärvet av Zander & Ingeström som bidrog med 150 MSEK under 2018 – motsvarande cirka 170 MSEK på helårsbasis. EBITA-marginalen har under samma period rört sig från cirka 4% till drygt 8%, varav förbättringen under 2018 dock uteslutande förklaras av Zander & Ingeström. Hursomhelst en tydlig förbättring men fortsatt något under bolagets målsättning om 9%.

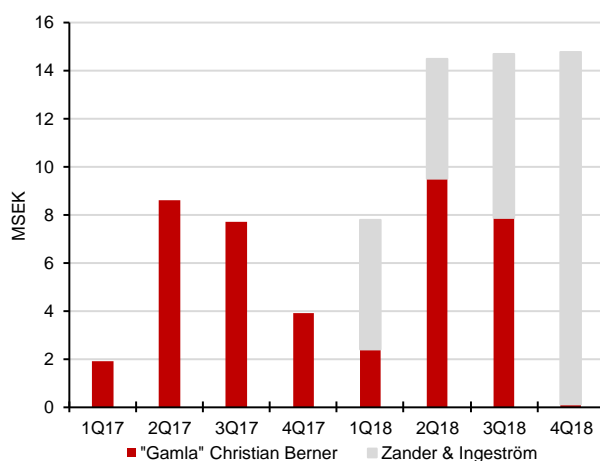
Försäljning och EBITA-marginal



Källa: Redeye Research, Christian Berner | Estimat utifrån EBIT för 2013-2014

Under 2018 gjorde "gamla" Christian Berner ett hyggligt år, bortsett från det sista kvartalet. Den organiska tillväxten var drygt 4% men EBITA-marginalen blev enbart 4,1% till följd av ett svagt Q4. Den svaga utvecklingen under fjärde kvartalet berodde bland annat på framskjutna infrastrukturprojekt. Zander & Ingeström gjorde dock ett mycket starkt 2018 som helhet och Q4 i synnerhet, vilket gjorde att koncernens sammanlagda utveckling blev relativt stark – både avseende 2018 och Q4.

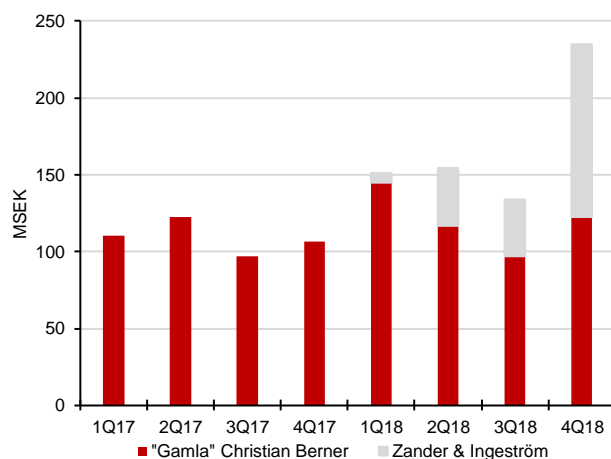
EBITA



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Orderingången i Q4 2018 var dock stark både avseende "gamla" Christian Berner och Zander & Ingeström, vilket talar för en god utveckling i hela verksamheten kommande kvartal. Ledningen ser med tillförsikt på 2019 och ser goda förutsättningar för marginalexpansion inom de ursprungliga verksamheterna. Efterfrågan inom infrastruktur väntas vända, vilket stöds av de projekt som skjutits fram samt flertalet nya projekt vilka vi beskriver närmare i avsnittet om Materialteknik på nästkommande sidor. Zander & Ingeström hade som sagt ett mycket starkt 2018 men orderingången inför 2019 talar för en god utveckling även i år. Verksamheten har dock historiskt varit volatil.

Orderingång



Källa: Redeye Research, Christian Berner

För 2019 väntar vi oss en tillväxt om cirka 13%, till följd av ett visst förvärvsbidrag från Zander & Ingeström samt dotterbolagets stororder om totalt 57 MSEK. Exakt hur försäljningen från stororder fördelas per kvartal är osäkert. Vi räknar med 12 MSEK i Q1, 30 MSEK i Q2 och 15 MSEK i Q3.

Vi väntar oss en EBITA-marginal om 8,9%, alltså marginellt under bolagets mål om 9%. Vi bedömer att förbättringen härrör från en god utveckling inom "gamla" Christian Berner – med stöd av både stark orderingång och ledningens optimism. Däremot tror vi att marginalen i Zander & Ingeström faller något, då storordern till Vitryssland inkluderar kringarbeten där marginalerna är lägre. För 2020 väntas försäljningen falla med 4%, då vi inte estimerar några stororder. Marginalen bedöms i stort vara oförändrad.

Försäljning och EBITA - Kvartal

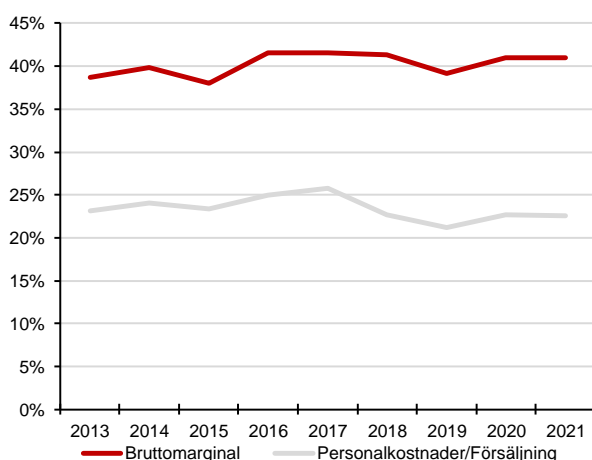


Källa: Redeye Research, Christian Berner

På längre sikt (2021-2027) räknar vi med en organisk försäljningstillväxt om 4% per år. En mer detaljerad förklaring till våra försäljningsantaganden finns på nästkommande sidor under respektive affärsområde. Bolagets totala tillväxtmål om 10% per år utgår från cirka 50/50 mellan förvärvad och organisk tillväxt. Således är våra antaganden något mer defensiva.

Som tidigare nämnt utmärker sig Christian Berner mot andra teknikhandelsbolag genom sin höga bruttomarginal och sina höga personalkostnader. Sedan 2013-2015 har bolaget lyckats öka bruttomarginalen från strax under 40% till nuvarande nivåer om strax över 40%. Snittintäkten per anställd har dock under samma period varit konstant, justerat för förvärv. Ledningen uppger att de arbetar med båda parametrar i syfte att öka EBITA-marginalen till målsättningen om 9%. Vi bedömer är att möjligheterna till ökad marginal främst kommer från ökad försäljning per anställd. Nedgången i både bruttomarginal och personalkostnader/försäljning under 2019, beror på stororder inom Zander & Ingeström och är ingen underliggande förändring.

Bruttomarginal och personalkostnader



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Vårt långsiktiga marginalantagande – som vi tror bolaget når 2021 – är 9% på EBITA-nivå, vilket är i linje med bolagets målsättning. Vi räknar med att "gamla" Christian Berner når nivåer om strax över 6% medan Zander & Ingeström väntas ligga kring 15%. Ökningen relativt nuvarande nivåer förklaras främst av en högre försäljning per anställd medan bruttomarginalen bedöms vara i linje med historiskt genomsnitt. Våra prognoser innehåller inga framtida förvärv.

Christian Berner - Finansiella prognoser

(SEKm)	2017	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019	2020	2021
Nettoomsättning	450	618	168	191	173	165	697	671	698
Tillväxt YoY	4,8%	37,4%	22,2%	18,9%	15,0%	-2,6%	12,8%	-3,6%	4,0%
Organiskt	4,1%	4,2%	4,0%	18,9%	15,0%	-2,6%	8,7%	-3,6%	4,0%
Förvärv	0,7%	33,2%	18,2%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	0,0%	0,0%
Process & Miljö	266	422	116	138	123	114	491	456	472
Tillväxt YoY	1,7%	58,8%	32,4%	25,2%	19,6%	-5,6%	16,5%	-7,2%	3,5%
Materialteknik	184	196	51	53	50	51	205	215	226
Tillväxt YoY	9,6%	6,2%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,7%	5,0%	5,0%
Bruttoresultat	187	255	67	72	67	68	273	275	286
Bruttomarginal	41,6%	41,3%	40,0%	37,5%	38,5%	41,0%	39,2%	41,0%	41,0%
Personalkostnader	-116	-140	-37	-38	-34	-38	-147	-152	-156
i % av försäljning	25,7%	22,7%	22,1%	19,8%	19,8%	23,2%	21,2%	22,6%	22,4%
Övriga externa kostnader	-46	-60	-15	-15	-14	-18	-60	-61	-62
i % av försäljningen	-10,3%	-9,7%	-8,7%	-7,6%	-7,9%	-10,6%	-8,6%	-9,1%	-8,9%
EBITA	22	52	15	18	18	11	62	59	64
EBITA-marginal	4,9%	8,4%	8,7%	9,6%	10,3%	6,7%	8,9%	8,8%	9,2%
EPS	0,86	2,01	0,58	0,74	0,72	0,43	2,48	2,38	2,58

Källa: Redeye Research, Christian Berner

Process & Miljö

Process & Miljö har sedan slutet av 2013 haft en modest organisk försäljningstillväxt om cirka 1% per år i snitt. Inkluderas förvärv uppgår dock samma siffra till drygt 10%, vilket till stor del förklaras av fjolårets förvärv av Zander & Ingeström. EBITA-marginalen i affärsområdet ökade kraftigt under 2018, också det tack vare Zander & Ingeström – som hade ett framgångsrikt år. Från att ha legat kring 6-7% 2015-2017, ökade EBITA-marginalen till över 11% under 2018.

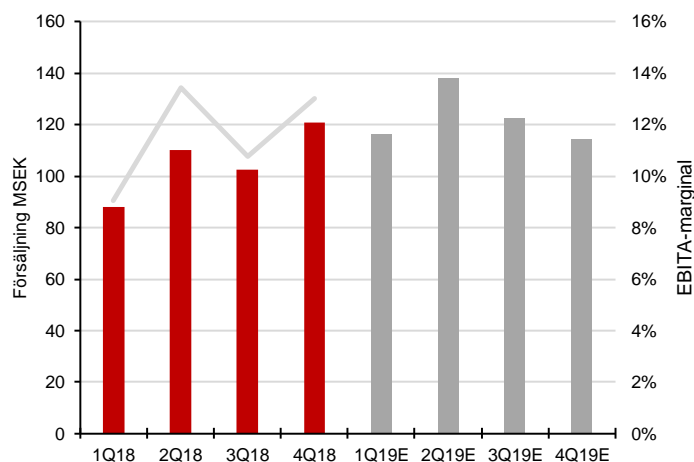
Framgent bedömer vi att Process & Miljö har goda förutsättningar att växa något högre än historiskt, för 2021-2027 räknar vi med 3,5% i årlig försäljningstillväxt. Vi antar att "gamla" Process & Miljö kommer prestera i linje med eller något över historiska nivåer och står således för en fortsatt relativt modest organisk tillväxt.

Inom pappersindustrin ser vi låga tillväxttal framför oss medan miljöprofilerade produkter bedöms ha bättre möjligheter, exempelvis vattenrening. Att döma av historiken har tillväxtmöjligheterna dock varit begränsade trots viss miljöexponering.

Däremot ser vi potential för klart högre tillväxtnivåer inom pappdelen av det nyligen förvärvade Zander & Ingeström. Bolaget har en dominerande ställning på en visserligen mycket nischad marknad. Hittills har tillväxten kommit i vågor i samband med låga/volatila elpriser på enskilda marknader. Vi bedömer dock att bolaget framgent, tack vare ökad globalisering och större muskler som en del av Christian Berner, har goda förutsättningar att få en mer stabil och uthållig tillväxt genom att etablera närvaro på fler marknader. Den starka utvecklingen under 2018 och goda orderingången inför 2019, med order från bland annat Kina och Vitryssland, pekar i den riktningen. Nyckel blir enligt vår bedömning att attrahera duktiga partners, vilket bolaget tycks ha lyckats väl med i Kina.

Sammantaget landar vi i ett tillväxtantagande om 3,5% per år 2021-2027.

Process & Miljö



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Notera att vi baserar våra prognoser på kostnadsslag på gruppnivå och därav inte har några estimat för EBITA-marginalen inom respektive affärsområde.

För 2019, räknar vi med en tillväxt om hela 16,5%, vilket förklaras av ett visst förvärvsbidrag från Zander & Ingeström samt dotterbolagets stororder om totalt 57 MSEK. Exakt hur försäljningen från stororder fördelas per kvartal är osäkert. Vi räknar med 12 MSEK i Q1, 30 MSEK i Q2 och 15 MSEK i Q3.

Materialteknik

Materialteknik har sedan slutet av 2013 växt försäljningen organiskt med cirka 7% per år i genomsnitt. Således tycks affärsområdet redan dragit viss nytta av ökande investeringar i spårbinden infrastruktur under de senaste åren. EBITA-marginalen har legat stabilt kring 9-10%.

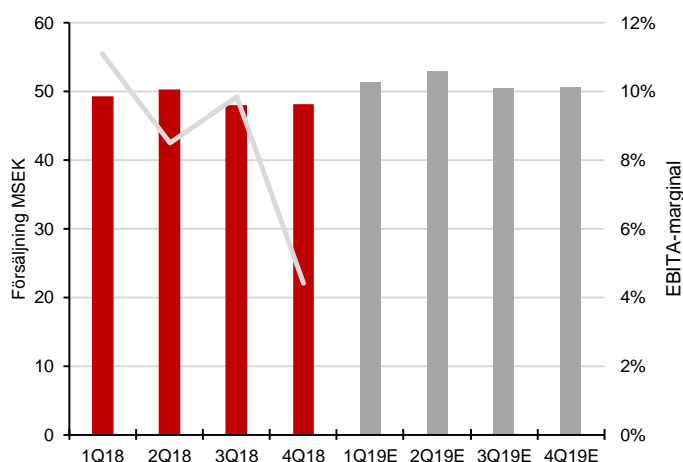
När det gäller Teknisk plast har vi en relativt försiktig syn på framtida tillväxt, då vi inte ser någon betydande strukturell tillväxt framför oss inom nordisk pappers- och gruvindustri.

Rörande Vibrationsteknik bedömer vi dock förutsättningarna för stark tillväxt som goda. Spårbinden trafik tycks ligga rätt i tiden och betydande investeringar väntas de kommande åren, framförallt i Sverige men även i övriga Norden. Utöver vibrationsdämpning av själva spårtrafiken – i form av exempelvis ballastmattor och bullerplank – tillhandahåller Christian Berner även lösningar för intilliggande byggnader. Då det vid nybyggnation av spårtrafik vanligen också byggs fastigheter i stationsnära lägen – som således kan antas ha behov av vibrationsdämpning – innebär investeringar i spårtrafik goda tillväxtpotentialer för Vibrationsteknik.

Vidare ser vi också tydlig tillväxtpotential inom flervåningshus i trä, där vibrationsdämpare i princip är ett måste. Flervåningshusen i trä är i nuläget få, men tack vare dess miljömässiga fördelar relativt betonghus ökar de i popularitet.

Sammantaget landar vi i ett tillväxtantagande om 5% per år 2021-2027.

Materialteknik



Källa: Redeye Research, Christian Berner

Notera att vi baserar våra prognoser på kostnadsslag på gruppnivå och därav inte har några estimat för EBITA-marginalen inom respektive affärsområde.

Materialteknik har senaste året haft en stabil utveckling och vi väntar oss att den fortsätter in i 2019, där vi väntar oss en tillväxt om 4,7%.

Värdering

Vi använder ett avkastningskrav (WACC) om 10,7%. Vår WACC räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagspecifika risken och berör allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning. Aktiens likviditet och volatilitet ingår däremot inte i dessa kriterier, vilket skiljer vår beräkning av WACC från de flesta andras.

Bear Case 17,00 SEK

Organisk tillväxt om 2,2% 2021-2027.
Evig tillväxt om 2%.
Genomsnittlig EBIT-marginal 2019-2028 om 6,7%.
Evig EBIT-marginal om 6,1%.

I detta scenario antas investeringsviljan i Norden vara svag framgent – både avseende industri och infrastruktur. Det resulterar i både svag tillväxt och lägre marginaler för Christian Berner.

Base Case 27,50 SEK

Organisk tillväxt om 4,0% 2021-2027.
Evig tillväxt om 2%.
Genomsnittlig EBIT-marginal 2019-2028 om 8,8%.
Evig EBIT-marginal om 8,9%.

Bull Case 38,00 SEK

Organisk tillväxt om 4,0% 2021-2027.
Förvärvat tillväxt om 5% per år 2020-2027. Förvärven sker till EV/EBIT 6,5x med samma marginal som koncernen.
Evig tillväxt om 2%.
Genomsnittlig EBIT-marginal 2019-2028 om 10,6%.
Evig EBIT-marginal om 10,8%.

I detta scenario antas Christian Berner överträffa sitt marginalmål, tack vare ett framgångsrikt internt arbete, där försäljningen per anställd ökar. "Gamla" Christian Berner når 9% samtidigt som Zander & Ingeström har en fortsatt god utveckling. Därtill antar vi att bolaget lyckas addera 5% i tillväxt per år genom förvärv – i linje med deras målsättning.

Peer-värdering

Christian Berner, som värderas till cirka 9x EBIT för innevarande och kommande år, handlas till rabatt – uppgående till cirka 35% relativt liknande bolag. Dessa bolag är dock betydligt större än Christian Berner, har i många fall en lång historik av frekventa förvärv och en högre andel egna produkter. Vi bedömer att rabatten har goda möjligheter att minska givet att Christian Berner fortsätter sin positiva marginaltrend samt upprätthåller en hygglig förvärvstakt.

Bolag	Enterprise Value	EV/EBITDA (x)		EV/EBIT (x)		EBIT margin (%)	
	(MSEK)	19E	20E	19E	20E	19E	20E
Addtech	15 448	14,3	13,2	17,9	16,2	8,8	9,0
Lagercrantz	7 347	12,8	11,6	16,5	14,4	11,4	11,9
Indutrade	36 529	13,8	13,1	17,3	15,8	11,4	11,8
Lifco	38 344	15,3	14,7	18,3	17,6	16,1	16,2
Beijer Ref	18 902	14,1	12,8	15,6	14,0	8,3	8,7
Sdipotech	2 049	9,0	8,3	10,2	9,4	12,7	13,2
Medel	23 314	13,2	12,3	16,0	14,6	11,4	11,8
Median	18 902	14,0	12,9	16,9	15,1	11,4	11,9
Christian Berner	537	8,2	8,6	9,0	9,4	8,6	8,5

Källa: Redeye Research, Bloomberg | Konstant EV

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

Ledning: 7.0

Christian Berners ledning erhåller 7 av 10 poäng. Under VD Bo Söderqvists tid har bolaget lyft sin EBITA-marginal från någon enstaka procent till strax under bolagets marginalmål om 9%. Vi anser att bolagets strategi är tydlig och konsekvent. Vi uppskattar även ledningens kommunikation, som vi tycker är balanserad och lyfter fram såväl problem som framgångar. För att nå ett ännu högre betyg behöver bolaget nå sina mål och tydligare koppla ledningens ersättning till dess prestation.

Ägarskap: 7.0

Christian Berners ägarskap erhåller 7 av 10 poäng. Det relativt höga betyget förklaras främst av att storägare Joachim Berner är aktiv i bolaget i form av styrelseordförande. Vidare finns en institution, Lannebo Fonder, bland bolaget fem största ägare. För att erhålla högre betyg behöver VD och styrelsen (undantaget ordförande) öka sitt aktieinnehav i bolaget.

Vinstutsikter: 5.0

Christian Berners vinstutsikter erhåller 5 av 10 poäng. Bolaget har en stark marknadsposition och avtal med ledande tillverkare inom sina nischer och några av dem kan väntas växa väl. Sammantaget ser vi dock inte potential för massiv tillväxt framgent. Andelen återkommande intäkter är låg, vilket är att förvänta i denna typ av bolag.

Lönsamhet: 5.0

Christian Berners lönsamhet erhåller 5 av 10 poäng. Lönsamheten uttryckt som ROE har legat stabilt över 15% och ökade därtill kraftigt under 2018. Bolaget har en historik av positiva kassaflöden och vinsttenden är positiv. För att erhålla ett högre betyg behöver Christian Berner leverera fler år med marginaler i nivå med 2018, vilket vi tror bolaget har goda möjligheter att göra.

Finansiell styrka: 7.0

Christian Berners finansiella styrka erhåller 7 av 10 poäng. Skuldsättningen är låg och uppgår till cirka 1x EBITDA för 2018. Bolaget har ett relativt lågt beroende av enskilda kunder och leverantörer. Däremot sänks betyget något av att bolaget är cykliskt.

RESULTATRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	450	618	697	671	698
Summa rörelsekostnader	-425	-563	-631	-608	-630
EBITDA	25	55	65	64	68
Avskrivningar materiella tillg.	-3	-3	-3	-4	-4
Avskrivningar immateriella	-1	-2	-2	-2	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	21	50	60	57	62
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	-1	0	-1	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	21	49	60	56	62
Skatt	-4	-13	-13	-12	-14
Nettoresultat	16	36	46	44	48

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	65	34	14	13	27
Kundfordringar	57	84	87	84	87
Lager	22	50	35	34	35
Andra fordringar	6	9	9	9	9
Summa omsätt.	149	176	145	140	158
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	12	18	20	19	20
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	15	133	148	148	148
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	8	23	14	13	14
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	35	173	182	180	182
Uppsk. skatteford	2	3	3	3	3
Summa tillgångar	187	352	329	323	343
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	4	41	19	7	0
Kortfristiga skulder	75	123	115	111	115
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	79	164	134	118	115
Ränteb. skulder	11	49	23	8	0
L. icke ränteb. skulder	0	1	1	1	1
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	90	214	159	127	117
Uppskj. skatteskuld	2	8	8	8	8
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	95	130	162	188	218
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	95	130	162	188	218
Summa skulder och E. Kap.	187	352	329	323	343

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	450	618	697	671	698
Sum. Rörelsekostnader	-425	-563	-631	-608	-630
Avskrivningar	-4	-5	-5	-6	-6
EBIT	21	50	60	57	62
Skatt på EBIT	-5	-13	-13	-13	-14
NOPLAT	16	37	47	45	49
Avskrivningar	4	5	5	6	6
Bruttokassaflöde	20	42	52	51	55
Föränd. I rörelseskap	-3	-10	4	0	0
Investeringar	-4	-143	-14	-5	-8
Fritt kassaflöde	14	-110	42	46	47

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	51%	37%	49%	58%	64%
Skuldsättningsgrad	16%	69%	26%	8%	0%
Nettoskuld	-49	56	29	2	-27
Sysselsatt kapital	46	186	191	189	191
Kapit. oms. hastighet	2.4	1.8	2.1	2.1	2.0

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningstillväxt	5%	37%	13%	-4%	4%
VPA tillväxt (just.)	-13%	124%	29%	-5%	10%

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	17%	32%	32%	25%	24%
ROCE	20%	30%	28%	28%	30%
ROIC	53%	81%	25%	23%	26%
EBITDA marginal	6%	9%	9%	10%	10%
EBIT marginal	5%	8%	9%	9%	9%
Nettomarginal	4%	6%	7%	7%	7%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	0.86	1.92	2.48	2.35	2.58
VPA just.	0.86	1.92	2.48	2.35	2.58
Utdelning	0.50	0.75	0.99	0.94	1.03
Nettoskuld	-2.64	2.99	1.53	0.09	-1.46
Antal aktier	18.76	18.76	18.76	18.76	18.76

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	260.1	487.6	503.3	476.4	447.2
P/E	19.2	12.0	10.2	10.8	9.8
P/E diluted	19.2	12.0	10.2	10.8	9.8
P/Sales	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/Sales	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.4	8.9	7.7	7.5	6.5
EV/EBIT	12.5	9.7	8.4	8.3	7.2
P/BV	3.3	3.3	2.9	2.5	2.2

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	Omsättning	24.5 %
3 mån	Rörelseresultat, just.	69.1 %
12 mån	V/A, just	69.9 %
Årets början	EK	30.6 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Gårdaverken AB (Joachim Berner)	23.7 %	52.3 %
Ernstström & Co AB	13.6 %	8.5 %
Lannebo Fonder	10.9 %	6.8 %
Ksenia Berner	9.1 %	5.7 %
Isolde Stensdotter Berner	8.7 %	5.4 %
Ruby Stensdotter Berner	8.3 %	5.2 %
Andra AP-fonden	4.5 %	2.8 %
Förvaltningsaktiebolaget Zate	2.3 %	1.5 %
Avanza Pension	1.5 %	0.9 %
Nordnet Pensionsförsäkring	1.4 %	0.9 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	
Lista	Small cap
Kurs	25.3
Antal aktier, milj.	18.8
Börsvärde, MSEK	474.6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Bo Söderqvist
CFO	Torbjörn Gustafsson
IR	
Ordf	Joachim Berner

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	

ANALYTIKER	Redeye AB
Fredrik Nilsson	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
fredrik.nilsson@redeye.se	111 57 Stockholm

Henrik Alveskog
henk.alveskog@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Dennis Berggren

dennis.berggren@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Editorial

Jim Andersson

jim.andersson@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Life Science Team

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Mathias Spinnars

mathias.spinnars@redeye.se

Erik Nordström (Trainee)

erik.nordstrom@redeye.se

Jakob Svensson (Trainee)

jakob.svensson@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investeringsrelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2019-03-05)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinstutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	48	47	19	11	20
3,5p - 7,0p	90	86	120	42	56
0,0p - 3,0p	13	18	12	98	75
Antal bolag	151	151	151	151	151

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Fredrik Nilsson, äger aktier i bolaget: Nej
Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
